

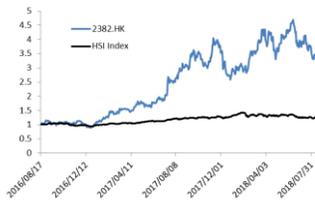
股價短線呈超賣 未來增長料改善

舜宇光學(2382.HK)

科技硬件	
評級	買入
行業看法	增持
目標價	108.9 港元
上/下行空間	+21.3%
收市價	89.75 港元
52 周高低	86.6-174.9 港元
18 年 EPS	3.04 元人民幣
18 年 EPS 增長	7.8%
18 年預測 PE	31.5X
市值	984.56 億港元

資料來源：公司資料、時富

股價相對表現圖



資料來源：公司資料、時富

時富研究部
research@cash.com.hk
17 Aug 2018
Tony Cheung
Tel: 852-2287-8847
tony.cheung@cash.com.hk

下半年業績失色：上半年盈利 11.8 億元人民幣(較去年下半年跌 32%，按年增長 2%)，比市場預期低 22%，受相機模組毛利率較弱及外匯損失所拖累(1 月份發行 6 億美元債務，因人民幣貶值導致 1.3 億元人民幣虧損)。2018 年上半年營業利潤為人民幣 15 億元(按年增長 20%，按去年下半年增長 17%)，比市場預期低 11%。

相機模組：上半年出貨量按年增長 16%。該公司預計全年的出貨量將按年增長 20%(此前指引為按年增長 15-20%)。上半年 1,000 萬像素以上組合升至 78%(上半年為 64%)。雙攝像頭採用率為 20%，與 2017 上半年相近。毛利率按年下降是由於(1)由於人民幣貶值以致美元計價的 CMOS 傳感器成本上升、(2)傳統產品的定價競爭，令上半年大光圈、三攝貢獻較少、(3)內部流程改造以及人員結構調整令營運上有所延誤以及(4)新建基地負荷率低。不過，料三攝解決方案及效率提升，手機相機模組在今年下半年均價及毛利率將得到改善。

手機鏡頭：上半年出貨量按年增長 54%。該公司將全年指引修訂為按年增長 45-50%(此前指引按年增長 30-35%)。上半年千萬像素以上單位組合擴大至 52%(2017 年上半年為 43%)，手機鏡頭毛利率按年提高。由於三攝/3D 傳感器解決方案採用度增加，手機鏡頭的平均售價將在今年下半年進一步提升。

汽車鏡頭：上半年出貨量按年增長 18%，低於全年指引按年增長 30-35%。鑑於其對海外客戶(Magna、Continental、Bosch 等)的敞口較大，1 月至 4 月人民幣升值，令車輛鏡頭毛利率按年下降。由於人民幣貶值，毛利率下降趨勢應在下半年逆轉。

上半年利潤率面對壓力，下半年有所回升：管理層表示毛利率按年下降，因內部因素如生產效率下降(歸因於持續優化流程)、新產能利用率下降以及人員結構調整，而外部因素包括競爭激烈而產品升級較少和匯率問題。另外，2018 年下半年，管理層在均價及利潤率較高的三攝及 3D 傳感層面上，獲得客戶的積極反饋。從近期來看，華為 Mate20、OPPO R17 Pro、OnePlus 6T、Vivo Xplay 7 和三星 Galaxy S10 可能會採用三攝，有望帶來更好的用戶體驗，加快三攝的普及率。同時，生產線上，自動化亦可提高長期盈利能力。

較高的資本支出指引：公司在上半年花費 10 億人民幣的資本支出，並將全年資本支出指引提高至 26 億元人民幣(從 20 億元人民幣)。全年手機鏡頭資本支出現

已上調至 12 億元人民幣(此前為 8 億至 9 億元人民幣)，手機鏡頭產量將從每月 9,000 萬擴大至每月 1.2 億件。相機模組以及車載鏡頭資本支出分別維持在 7 億元和 2 億元人民幣。新生產基地約為 6 億元人民幣(此前為 4 億元人民幣)。我們認為這彰顯管理層對三攝、3D 感應趨勢及其相關手機鏡頭業務之信心。

鏡頭市場門檻高：舜宇表示，由於技術優勢和知識產權保護，鏡頭的準入門檻較相機模組更高。公司在上半年獲得 757 項專利，新增了 123 項專利，主要研發成果包括(1) 1,600 萬像素超廣角鏡頭、(2) f/1.5 光圈鏡頭、(3) f/1.4 光圈和 7P 鏡頭、(4)3D 感應准直鏡頭、(5) 2,400 像素小型化小頭部手機鏡頭。

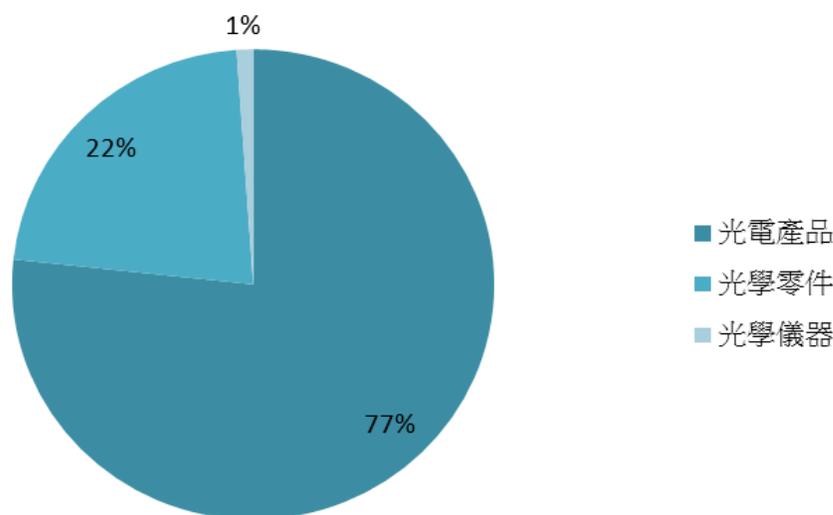
重申其在車輛鏡頭/模組市場的領先地位：車載攝像頭模組已於 8 月開始量產，銷售目標為世界著名一線客戶。傳感攝像頭和環繞視角的需求正在快速增長。此外，舜宇在此新市場中為同行有比較優勢：**(1)技術優勢和與業內汽車客戶合作之經驗;以及(2)從手機模組生產中學到的封裝經驗。**

重申「買入」，目標價 108.9 港元：我們重申「買入」，目標價從 200 港元下調至 HKD108.9，基於 PEG = 0.58(約為 10 年平均值)，意味著 21.3%的上行空間。鑑於其三攝、3D 感應能力、車輛鏡頭能力增強以及車輛模組市場滲透率的長期增長，我們認為舜宇長遠仍有盈利上調和估值重估之空間。

背景

舜宇(2382.HK)成立於1984年，為中國光學相關產品的領先供應商，設計和生產能力強(製造鏡頭(5MP/ 8MP/ 13MP/ 16MP/ 20MP)和模組(5MP/ 8MP/ 13MP/ 16MP/ OIS/ 3D))。集團主要從事三大業務領域：1)光學元件(散焦鏡頭控制、手機鏡頭和車載鏡頭)；2)光電產品(手機相機模組)；3)光學儀器(顯微鏡和分析儀器)。公司擁有多元化客戶組合，包括華為、三星、小米、OPPO、聯想，並在中國設有5個生產基地，在中國、新加坡、韓國和美國設研發中心。

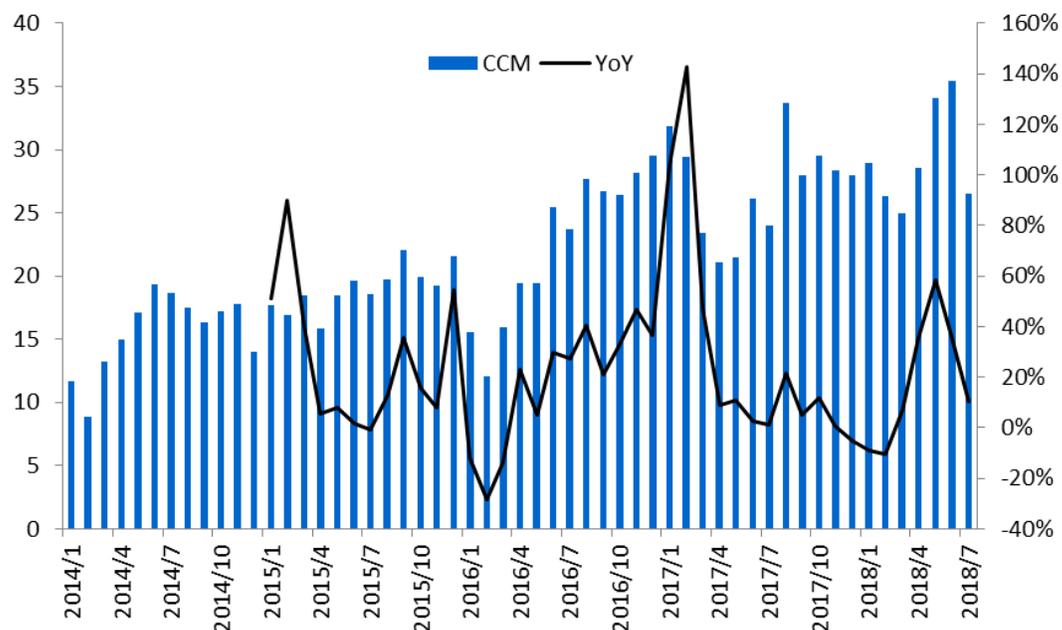
圖：舜宇光學 2018 年上半年收入佔比



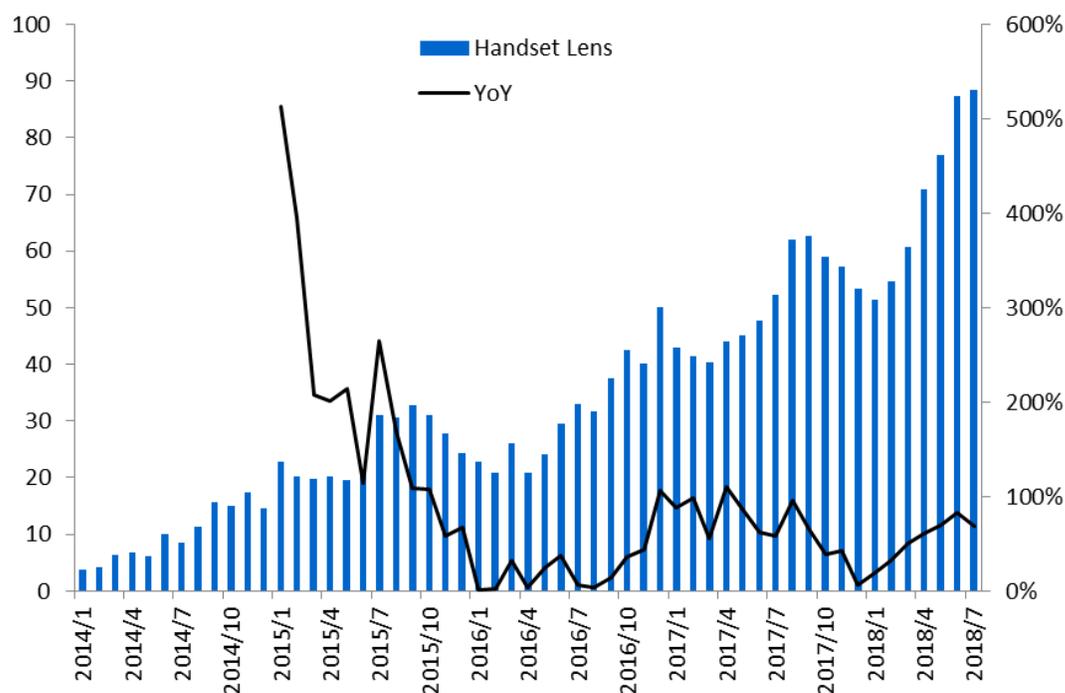
資料來源：時富、公司資料

舜宇光學主要數據

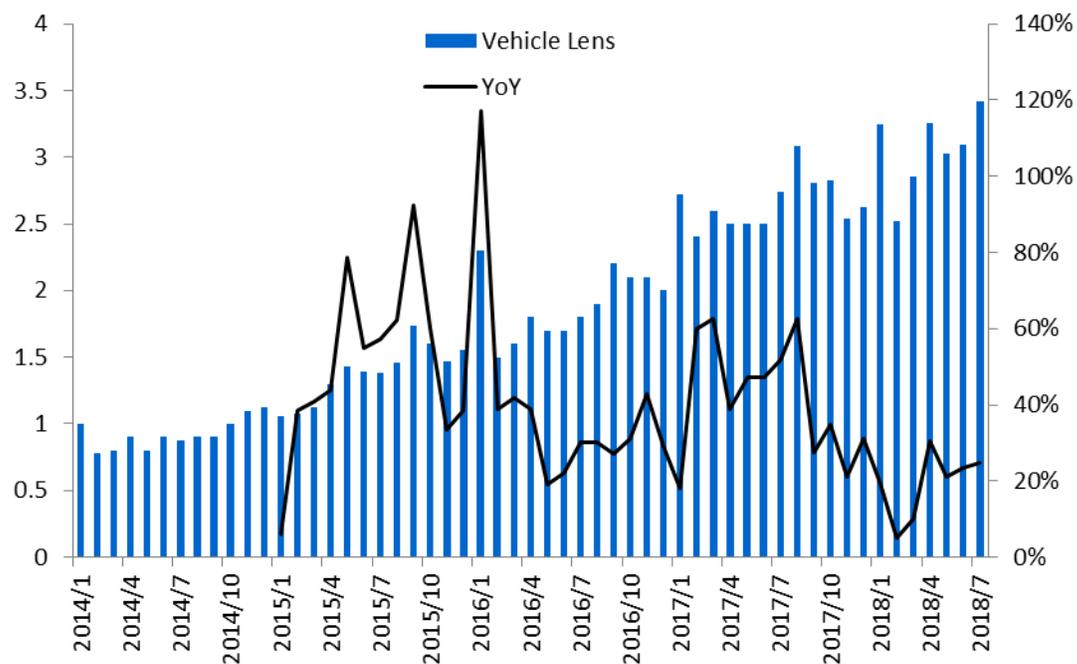
緊湊型相機模組出貨量(以百萬個計)和按年增長



手機鏡頭出貨量(以百萬個計)和按年增長



車輛鏡頭出貨量(以百萬個計)和按年增長



資料來源：公司資料、時富

舜宇光學

損益表 (人民幣千元)

截至年底	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
收入	14,612	22,366	26,937	38,104	50,611
銷售成本	-11,932	-17,563	-20,976	-29,172	-38,083
毛利	2,680	4,803	5,961	8,932	12,528
行政、銷售及推廣費用	-1,205	-1,420	-2,097	-2,923	-3,849
研究及開發成本	-694	-1,168	-1,436	-2,107	-2,900
其他支出	-26	343	-26	-26	-26
經營盈利	1,475	3,383	3,864	6,009	8,679
EBITDA	1,792	3,874	4,462	6,855	9,803
折舊	-317	-491	-598	-846	-1,124
攤銷	-0	-44	-18	-25	-33
EBIT	1,475	3,383	3,864	6,009	8,679
淨利息支出	-16	-49	-283	-313	-319
聯營投資虧損	-12	-16	-16	-16	-16
其他收益	0	0	0	0	0
扣除所得稅前利潤	1,447	3,318	3,565	5,680	8,344
所得稅	-175	-404	-424	-676	-994
扣除所得稅後利潤	1,272	2,914	3,141	5,004	7,351
非控制性權益	-3	-13	-13	-13	-13
其他損益	0	0	0	0	0
優先股權益	0	0	0	0	0
經調整後扣除所得稅後利潤	1,269	2,902	3,128	4,991	7,338
非經常性損益	0	0	0	0	0
權益持有人應佔盈利	1,269	2,902	3,128	4,991	7,338
股息	-228	-318	-343	-547	-805
儲備	1,041	2,583	2,785	4,444	6,534
每股盈利	1.16	2.64	2.85	4.55	6.69
每股股息	0.21	0.29	0.31	0.50	0.73

現金流量表 (人民幣千元)

截至年底	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
淨利潤	1,269	2,902	3,128	4,991	7,338
折舊	317	491	598	846	1,124
攤銷	0	44	18	25	33
淨營運資金變動	-323	-954	145	-869	-995
經營活動的現金流量	1,616	2,436	3,889	4,993	7,500
資本開支	-400	-1,766	-2,600	-2,000	-2,000
其他非流動資產	-47	-587	0	0	0
其他非流動負債	13	437	0	0	0
投資活動的現金流量	-1,260	-1,686	-2,600	-2,000	-2,000
經營及投資活動的現金流量	356	750	1,289	2,993	5,500
股份發行所得款	-167	22	-13	-13	-13
債券發行所得款	221	444	4,313	597	116
可換股債券發行所得款	0	0	0	0	0
股息	-228	-318	-343	-547	-805
融資活動的現金流量	-81	12	3,957	37	-701
淨現金流量	274	762	5,246	3,030	4,799
年初現金及現金等價物	187	467	1,227	6,473	9,503
調整	6	-2	0	0	0
年終現金及現金等價物	467	1,227	6,473	9,503	14,302
年終淨負債	437	121	-812	-3,246	-7,928

資料來源：公司資料、時富

2382.HK, 買入, 目標價: 108.9

資產負債表 (人民幣千元)

截至年底	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
現金及現金等價物	467	1,227	6,473	9,503	14,302
可轉讓證券	2,302	2,114	2,114	2,114	2,114
應收賬款	3,716	5,666	7,063	9,991	12,984
存貨	2,828	2,622	3,014	4,192	6,391
其他非流動資產	5	7	10	14	18
總流動資產	9,318	11,635	18,673	25,814	35,808
長期投資	177	308	308	308	308
固定資產	1,794	2,586	4,588	5,742	6,618
商譽	0	0	0	0	0
其他無形資產	0	392	375	350	317
其他長期資產	348	804	804	804	804
總資產	11,637	15,726	24,749	33,018	43,856
短期債務	904	1,348	1,667	1,667	1,667
應收賬款及其他應收款	5,573	6,183	8,008	11,137	15,244
其他流動債務	181	175	287	399	493
總流動債務	6,658	7,705	9,962	13,203	17,403
長期債務	0	0	3,994	4,591	4,707
可換股債務	0	0	0	0	0
其他長期債務	65	502	502	502	502
總負債	6,723	8,207	14,457	18,295	22,612
非控制性權益	18	31	18	6	-7
優先股權益	0	0	0	0	0
股本	105	105	105	105	105
留存收益	3,949	6,532	9,317	13,761	20,295
股息	-228	-318	-343	-547	-805
其他權益及儲備	841	851	851	851	851
總權益	4,913	7,519	10,292	14,723	21,244
總權益及負債	11,637	15,726	24,749	33,018	43,856

主要比率

截至年底	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
增長 (%)					
每股盈利	66.7%	128.6%	7.8%	59.6%	47.0%
收入	36.6%	53.1%	20.4%	41.5%	32.8%
盈利能力 (%)					
毛利率	18.3%	21.5%	22.1%	23.4%	24.8%
EBITDA 利潤率	12.3%	17.3%	16.6%	18.0%	19.4%
EBIT 利潤率	10.1%	15.1%	14.3%	15.8%	17.1%
淨利潤率	8.7%	13.0%	11.7%	13.1%	14.5%
有效稅率	12.1%	12.2%	11.9%	11.9%	11.9%
派息率	18.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
股本回報率	26.0%	38.9%	30.6%	34.0%	34.6%
資產回報率	10.9%	18.5%	12.6%	15.1%	16.7%
流動比率 (x)					
流動比率	1.40	1.51	1.87	1.96	2.06
利息覆蓋率	91.17	69.33	13.65	19.21	27.24
槓桿比率					
淨負債/EBITDA (x)	0.24	0.03	淨現金	淨現金	淨現金
淨負債/權益 (%)	0.09	0.02	淨現金	淨現金	淨現金
經營活動 (日)					
應收賬款周轉天數	92.8	92.5	95.7	95.7	93.6
庫存周轉天數	70.7	42.8	40.8	40.2	46.1
應付帳款周轉天數	139.2	100.9	108.5	106.7	109.9
現金周轉期	24.3	34.3	28.0	29.2	29.8

資料來源：公司資料、時富